

Mindestkurs für den Schweizer Franken: Gefährlicher Interventionismus der SNB?

3

Die Schweiz ist in den vergangenen Monaten durch die drastische Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro unter Druck geraten. Im September 2011 verkündete deshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) einen Mindestkurs des Franken zum Euro. Mit einer Untergrenze von 1,20 Franken je Euro soll der nach Ansicht der SNB »massiven Überbewertung« der Währung entgegengewirkt werden. Ist der Eingriff der SNB zulässig?

Mindestkurs für den Schweizer Franken: Ein Akt der Schadenminimierung

Der Hintergrund: Zwei Szenarien

Die Frage wurde schon gestellt, als sich Europa anschickte, seine nationalen Währungen zum Euro zu verschmelzen: Kann die Schweiz als kleines Land und unmittelbarer Nachbar des gigantischen neuen Währungsraums eine eigenständige Geld- und Währungspolitik beibehalten? Es gab damals zwei Szenarien: Entweder würde der Euro eine stabile Währung wie die D-Mark werden, in welchem Falle die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) mehr oder weniger im Gleichschritt eine ähnliche Stabilitätspolitik verfolgen würden. Für dieses Szenario waren auch bei völliger Unabhängigkeit der Geldpolitik keine größeren Wechselkursverwerfungen zu erwarten. Im zweiten, damals von vielen befürchteten Szenario würde der Euro eine schwache, instabile Währung werden. Dieses Szenario barg ein bedeutendes Risiko, dass der Schweizer Franken als Hort der monetären Stabilität zur Destination spekulativer Kapitalzuflüsse werden könnte, mit potenziell gravierenden Konsequenzen für die schweizerische Volkswirtschaft. Aber eine Anbindung an eine schwache Währung kam natürlich erst recht nicht in Frage. Ein währungspolitisches Arrangement, das den Handlungsspielraum der Geldpolitik in irgendeiner Weise eingeschränkt hätte, stand deshalb für die SNB nie ernsthaft zur Diskussion.

Bis zum Jahre 2008 bewahrheitet sich weitgehend das erste Szenario: Der Euro blieb stabil. Er bewahrte mit einer durchwegs mäßigen Inflationsrate sei-

ne Kaufkraft nach innen, und er wurde auch auf den Devisenmärkten als harte Währung gehandelt. Gegenüber dem Schweizer Franken sank der Euro nie weit unter den anfänglichen Wechselkurs von 1,60 Fr. pro Euro. Die Wechselkursschwankungen hielten sich in Grenzen. Dies änderte sich erst mit der dramatischen Zuspitzung der Finanzkrise ab Herbst 2008. In der allgemeinen Verunsicherung entdeckten die Anleger den Schweizer Franken wieder als »sicheren Hafen«, womit die schweizerische Währung unter einen anhaltenden Aufwertungsdruck geriet und auch die Volatilität der Wechselkursbewegungen zunahm. Zuletzt bewegte sich der Franken auf den Devisenmärkten in einer auffallenden Parallelität zum Preis jenes Anlagemediums, das seit jeher in Zeiten des Vertrauensverlusts ebenfalls gerne als sicherer Hafen angesteuert wird: des Goldes. Schon bald hatte der Franken daher seinen Spitznamen als »Alpines Gold« weg.

Die Politik der Schweizerischen Nationalbank bis zum Sommer 2011

Als die Schweiz im Gefolge der Finanzkrise von der weltweiten Rezession erfasst wurde, reagierte die SNB wie alle anderen Zentralbanken auch mit einer massiven Ausdehnung der Liquidität und einer Rücknahme der Leitzinsen auf ein Niveau nahe null. Nachdem sie auf diese Weise des Zinsinstruments faktisch verlustig gegangen war, begann sie damit, sachte den Wechselkurs als geldpolitisches Steuerungsinstrument einzusetzen. Solange der Wiederaufschwung nach der Rezession auf schwachen Füßen stand, begann sie



© Schneider

Oliver Landmann*

* Prof. Dr. Oliver Landmann ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.

insbesondere, sich dem Aufwertungsdruck, dem der CHF weiterhin ausgesetzt war, mit Interventionen auf den Devisenmärkten entgegenzustemmen – eine Weile lang durchaus mit Erfolg. Als der Aufschwung an Kraft gewann und sowohl die Exporte als auch die Binnennachfrage wieder kräftigere Wachstumsbeiträge zur Festigung der Konjunktur beisteuerten, stellte die SNB ihre Devisenmarktinterventionen wieder ein. Die Sorge war, dass die mit den Interventionen einhergehende fortwährende Aufblähung der inländischen Liquidität in Teilbereichen der Binnenwirtschaft zu einer unerwünschten Überhitzung führen könnte. Unter besonderer Beobachtung stand dabei der Immobiliensektor.

Die Folge war, dass sich der Schweizer Franken weiter aufwertete. Im Laufe des Jahres 2010 durchstieß der Euro erstmals die Grenze von 1,40 nach unten. Die SNB geriet dadurch doppelt unter Druck: Auf der einen Seite ächzte die Exportwirtschaft zunehmend unter den Folgen des starken Frankens. Zum anderen musste die SNB auf ihren Devisenbeständen, die sie eben noch geäufnet hatte, substantielle Bewertungsverluste verbuchen. In der innenpolitischen Debatte der Schweiz löste diese letztere Wirkung der Aufwertung zunächst deutlich mehr Resonanz aus als das Problem der sich verschlechternden preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Absatzmärkten.

Die Bewertungsverluste waren für jedermann transparent. Da die schweizerischen Kantone einen Anspruch auf Beteiligung am Nationalbankgewinn haben – und diesen daher gerne in ihre Budgets einplanen –, sahen sie ihre Felle davon schwimmen. In Teilen des politischen Spektrums wurde der Vorwurf laut, die SNB habe mit ihren »erfolglosen« Interventionen Volksvermögen verschleudert. Es fiel den für die Geldpolitik Verantwortlichen damals nicht leicht, der Öffentlichkeit klar zu machen, dass sich der Erfolg der Devisenmarkttransaktionen einer Zentralbank nicht wie bei einem privaten Investor an der Anlagerendite bemisst, sondern am – natürlich weitaus schwieriger zu quantifizierenden – Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität. Gemessen an der Informationslage des Frühjahrs 2010, war die Stützung des Euro gegen den Franken durch die SNB zum damaligen Zeitpunkt stabilisierungspolitisch genau das Richtige.

Aber die Prügel, welche die SNB danach für die Kursverluste auf ihren Devisenbeständen einstecken musste, dürften dazu beigetragen haben, dass sich ihr Leitungsgremium lange schwer damit tat, erneut auf dem Devisenmarkt einzugreifen, als sich die Aufwertung des Franken im Sommer 2011 dramatisch zuspitzte und der Euro kurzzeitig sogar die Parität mit dem Schweizer Franken ritzte. Zunächst versuchte die SNB, die spekulative Flucht in den Franken mit einer drastischen Ausweitung der Liquidität

und mit verbalen Signalen zu stoppen. Erst als diese Maßnahmen keinen nachhaltigen Erfolg brachten und die Forderungen nach schärferer Munition dringlicher wurden, griff das Direktorium der SNB am 6. September 2011 als Ultima Ratio zum Instrument eines Mindestkurses für den Franken und verkündete ihre Bereitschaft, ein Unterschreiten dieses Mindestkurses, falls nötig, mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verhindern. Dies wirkte augenblicklich: Innerhalb von zwölf Minuten stieg der Euro von 1,11 auf 1,20 Fr. Dieser Vorgang ist eine anschauliche Fallstudie dafür, wie stark das Geschehen an den Finanzmärkten von den Kurserwartungen der Marktteilnehmer getrieben wird. Die Ankündigung der Notenbank hat gereicht, um die Erwartungen der Anleger auf einen Schlag neu zu konditionieren. Das Interventionsvolumen am Tage der Ankündigung selbst war zum Zeitpunkt der Niederschrift dieses Beitrags noch nicht bekannt, war aber möglicherweise ziemlich gering. Offenkundig fehlte es der Ankündigung des Mindestkurses nicht an Glaubwürdigkeit. Die Märkte zweifelten nicht an der Entschlossenheit der SNB, das Kursziel um jeden Preis zu verteidigen.

Mit der Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. je Euro ging die SNB zwar durchaus ein Risiko ein, aber sie betrat auch nicht völliges Neuland. Denn das Instrument eines Mindestkurses hatte sich in der Vergangenheit schon einmal bewährt, nämlich im Jahr 1978, als die SNB in einer ähnlichen Situation einen Mindestkurs von 80 Rappen je D-Mark festsetzte und mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verteidigen versprach. Damals ging die Strategie auf. Der Aufwärtstrend des Frankens wurde nicht nur gebrochen, sondern drehte sich mit der Zeit sogar um, als die D-Mark in der Folge wieder auf über 90 Rappen stieg. Kritiker verwiesen zwar darauf, dass danach, im Abstand von zwei bis drei Jahren, die Inflationsrate der Schweiz anstieg. Dabei ist aber in Rechnung zu stellen, dass dies der Zeitraum war, in den der zweite Ölpreisschock fiel, von dem in jedem Fall ein Inflationsschub ausgegangen wäre. Allenfalls erleichterte die mit der Wechselkurspolitik verbundene Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge die Überwälzung des exogenen Kostenimpulses. Diese Erfahrung verdeutlicht immerhin eines: Ob das im September 2011 erneut eingesetzte Instrument des Mindestkurses in der Rückschau dereinst als erfolgreich gewertet werden wird, wird nicht zuletzt davon abhängen, ob die SNB den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg aus ihrer Wechselkurspolitik und für die Rückführung des Liquiditätsangebots erwischen wird.

Argumente der Kritiker

Kritiker gaben, z.T. schon im Vorfeld der Maßnahme, zu bedenken, dass Notenbanken bei Kursinterventionen gegen den Markt nicht selten auch den Kürzeren ziehen. Die

Schweiz als kleines Land, so wurde etwa gesagt, könne nicht das ganze »Euro-Meer aussaufen«, das im Schweizer Franken Zuflucht suchen könnte. Erinnert wurde auch an die Erfahrung der Bank of England, die im Jahre 1992 im damaligen Europäischen Währungssystem den Pfundkurs mit aller Macht gegen die Angriffe der Währungsspekulanten verteidigte, nur um sich schließlich doch geschlagen geben zu müssen.

Aber diese Vergleiche verkennen zwei Dinge: Erstens ist es ein Unterschied, ob man seine eigene Währung gegen eine Abwertung oder gegen eine Aufwertung verteidigt. Zur Abwehr einer drohenden Abwertung muss man Devisen aufwenden, die man nur in begrenztem Umfang besitzt. Die Spekulation weiß also, dass die Munition irgendwann ausgeht. Zur Verhinderung einer unerwünschten Aufwertung muss man Devisen gegen eigene Währung erwerben, und eigenes Geld kann eine Notenbank unbegrenzt schaffen, wenn sie denn entschlossen ist, dies zu tun. Zweitens steht und fällt der Erfolg einer Intervention mit der Glaubwürdigkeit der Aktion. Die Glaubwürdigkeit wiederum hängt daran, ob der mit der Devisenmarktintervention angestrebte Wechselkurs mit den übergeordneten Stabilitätszielen der Geldpolitik kompatibel ist oder nicht. Im Falle der Bank of England 1992 war diese Bedingung ganz offenkundig nicht erfüllt. Die britische Volkswirtschaft befand sich in einer tiefen Rezession, das Pfund war eindeutig überbewertet, eine expansivere Geldpolitik und ein tieferer Pfundkurs wären die Medizin gewesen, welche die Wirtschaft benötigte. Die Zentralbank befand sich in einem schwierigen Zielkonflikt zwischen den Spielregeln des Währungssystems, denen sie sich beugen musste, und den Erfordernissen einer stabilitätskonformen Geldpolitik. Unter diesen Voraussetzungen war der Kampf gegen die Spekulation nicht zu gewinnen.

Ganz anders die Schweiz 2011: Der Schweizer Franken bewegte sich auf dem Devisenmarkt ganz unzweifelhaft in eine zunehmende Überbewertung hinein, während sich die Konjunktur im Zuge der weltweiten Wachstumsabschwächung ebenso eindeutig abkühlte. In dieser Situation stand die Festlegung eines Mindestkurses, als die schärfste Waffe im Arsenal der Wechselkursbeeinflussung, nicht im Konflikt mit der Stabilisierungspolitik, sondern in deren Dienst. Die Bereitschaft, den Mindestkurs gegebenenfalls mit unbegrenzten Devisenkäufen zu verteidigen, war offensichtlich anreizkompatibel und daher glaubwürdig. Unter dieser Voraussetzung konnte die Konditionierung der Erwartungen gelingen, so dass auch das Volumen der effektiv notwendigen Devisenmarktinterventionen vermutlich in einem überschaubaren Rahmen bleiben konnte.

Vor diesem Hintergrund relativiert sich auch die von Kritikern aufgeworfene Frage, ob sich denn die Nationalbank zutrauen könne, den »richtigen« Kurs besser als der Markt

bestimmen zu können. Man braucht sich noch nicht einmal auf die Position zurückzuziehen, dass verschiedene Wechselkursmodelle verschiedene Antworten auf die Frage nach dem Gleichgewichtskurs geben. Kein Modell würde das Gleichgewicht in der Nähe der Parität zum Euro ansiedeln. Entscheidend ist vielmehr, dass was aus der Perspektive der Geldpolitik »richtig« ist, von den Erfordernissen der monetären und makroökonomischen Stabilität definiert wird. Angesichts einer Prognoselage, die für 2012 eine deutliche Verlangsamung des Wachstums und eine Preisänderungsrate in bedrohlicher Nähe zur Deflation anzeigt, ist das Risiko, dass ein Mindestkurs von 1,20 auf der »falschen« Seite des ohnehin nicht genau bestimmmbaren Gleichgewichts liegt, verschwindend gering.

Aus diesem Grunde war es auch wichtig, dass die SNB mit der Wahl des Niveaus, auf dem sie den Mindestkurs fixierte, eine konservative Linie verfolgte. Die Gewerkschaften waren schnell zur Stelle und forderten eine Stabilisierung des Euro-Wechselkurses im Bereich von 1,40 Fr. Ein solcher Kurs wäre im Moment zwar Balsam für die gebeutelte Exportwirtschaft, wäre aber einem bedeutenden Risiko ausgesetzt gewesen, sich je nach weiterer Entwicklung bald einmal als zu hoch zu erweisen, in welchem Falle die SNB eine solche Marke rasch wieder hätte preisgeben müssen. Damit wäre auch von Anfang an die so essentielle Glaubwürdigkeit der Operation aufs Spiel gesetzt worden.

Aus demselben Grunde ist auch der verschiedentlich geäußerte Vorwurf, die SNB setze die von ihr zu wahrende Preisstabilität aufs Spiel, fehl am Platz. Stabilisierung der Inflationsrate auf tiefem Niveau kann manchmal auch bedeuten, einem Abgleiten in die Deflation entgegenzuwirken. Die Befürchtung, dass die dramatische Ausweitung der Zentralbankliquidität der letzten Monate allein schon Inflation schaffen werde, ist aus zwei Gründen unbegründet: Erstens schafft die Liquiditätsausweitung kein Überangebot an Schweizer Franken, sondern ist die Antwort auf eine von außen entstandene Übernachtfrage. Zweitens kann eine hausgemachte Inflation nur entstehen, wenn die Konjunktur überhitzt ist. Davon ist die Schweiz derzeit aber weit entfernt. Die dramatische Aufwertung wirkte vielmehr in einer Phase der konjunkturellen Abkühlung wie ein zusätzlicher Kälteschock. Diesen Schock vermochte die Festlegung eines immer noch niedrigen Mindestkurses von 1,20 je Euro noch nicht einmal völlig zu neutralisieren, aber immerhin abzumildern.

Fazit

Die Schweiz ist als kleine offene Volkswirtschaft im Herzen Europas auch als Nicht-Mitglied der Europäischen Union aufs Engste mit ihrem politischen und wirtschaftlichen Um-

land verbunden. Ganz gleich, welche Politik sie verfolgt, und welches Wechselkursarrangement sie wählt, sie wird immer hautnah von allen positiven wie negativen Entwicklungen in der EU betroffen sein. Es wäre daher eine Illusion zu glauben, die Schwierigkeiten, in welche die Eurozone durch ihre aktuelle Krise geraten ist, könnten irgendwie spurlos an der Schweiz vorbeigehen. Vor diesem Hintergrund kann die Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. kein Wundermittel sein, wohl aber eine mit Bedacht ergriffene Maßnahme der Schadenminimierung.



Gunther Schnabl*

Der Festkurs als Rettungsanker in den Sturmfluten der globalen Liquiditätsschwemme

Die Entscheidung kam überraschend. Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank kündigte am 6. September entschlossen eine Grenze für die Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro an. Nach immensen Devisenmarktinterventionen und Zinssenkungen, die den Kurs des Franken nicht nachhaltig schwächen konnten, gab die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre bisher leidenschaftlich verteidigte Strategie eines flexiblen Wechselkurses auf. In Zukunft soll die Schweizer Währung nicht unter eine Schwelle von 1,20 Franken pro Euro steigen. In einem Umfeld einer von den großen Zentralbanken in Japan, USA und dem Eurogebiet genährten globalen Liquiditätsschwemme erkennt die Schweizerische Nationalbank an, dass den kleinen Volkswirtschaften wenige Freiheitsgrade in der Währungspolitik verblieben sind. Aus meiner Sicht haben für die Schweiz flexible Wechselkurse aus fünf Gründen ausgedient.

(1) Zunächst gilt auch für die Schweiz, dass die Exportindustrien unter der Aufwertung stark gelitten haben. Vor allem Industrievertreter, der Tourismusverband und die Gewerkschaften klagten über die deutliche Verteuerung des Franken. Der Wirtschaftsminister befürchtete negative Konjunkturreffekte. Sogar der Einzelhandel war betroffen, da in grenznahen Regionen die Einkäufe auf das Eurogebiet überschwappten. Mit der Wechselkursgrenze wird die Schweizer Exportindustrie nun in ruhigeres Fahrwasser gebracht.

(2) Eine weitere wichtige Rolle für die Entscheidung der SNB dürften die Kapitalmärkte gespielt haben, da die kleine Schweiz einer riesigen Welle von Kapitalzuflüssen ausgesetzt war, die nicht allein mit der Rolle des Landes als sicherer Hafen zu erklären war. Aufgrund der geringen Refi-

* Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

finanzierungskosten im Eurogebiet in Kombination mit dem flexiblen Wechselkurs des Franken, konnten Spekulanten ohne großes Risiko auf deutliche Aufwertungsgewinne wetten. Diese Carry Trades wurden auch dadurch nicht ausgebremst, dass die Leitzinsen in der Schweiz unter denen im Eurogebiet lagen. Mit dem glaubhaften Aufwertungslimit werden zwar nicht die Anlagen ausgebremst, die einen sicheren Hafen ansteuern. Aber es werden die Kapitalzuflüsse eliminiert, die sich aus selbst erfüllenden Erwartungen hohe Spekulationsgewinne generieren.

(3) Ein dritter Grund liegt in den Verlusten der SNB begründet, die aus der Aufwertung des Franken resultierten. Die SNB hat vor allem in den Jahren 2009 und 2010, als sie erfolglos versuchte, durch hohe Eurokäufe Aufwertungsdruck von Franken zu nehmen, hohe Euroreserven angehäuft. Die Devisenreserven (ohne Gold) stiegen von einem Gegenwert von ca. 30 Mrd. Euro im Jahr 2008 auf über 230 Mrd. Euro im August 2011. Bei Aufwertung des Franken verlieren diese Reserven gemessen in Inlandswährung an Wert. Für das Jahr 2010 wies die SNB in ihrer Bilanz Verluste auf Devisenanlagen in Höhe von 26 Mrd. Franken aus. Im Jahr 2011, als die Aufwertung im August bereits eine ähnliche Dimension wie 2010 erreicht hatte und die Devisenreserven nochmals angestiegen waren, waren noch höhere Verluste zu erwarten. Da die Zentralbankgewinne vor allem an die Schweizer Kantone transferiert werden, formierte sich kantonaler Druck auf die Zentralbank gegen die Streichung von Gewinnzuweisungen.

Auf längere Frist wäre die Unabhängigkeit der Schweizerischen Zentralbank gegenüber der Regierung auf dem Spiel gestanden. Zwar kann eine Zentralbank zeitweise auch mit negativem Eigenkapital operieren. Doch ist ab einem gewissen Ausmaß von Aufwertungsverlusten die Zentralbank auf eine Rekapitalisierung durch die Regierung angewiesen. Dann kann die Regierung Gegenleistungen im Interesse der wechselkursgeschädigten Wirtschaftszweige in Form von Zinssenkungen und/oder Wechselkursstabilisierung fordern. Ein Stopp der aufwertungsbedingten Buchverluste durch Wechselkursbindung garantiert aus dieser Perspektive wieder ein Stück Unabhängigkeit von politischem Druck.

(4) Viertens kann argumentiert werden, dass die geldpolitische Eigenständigkeit der SNB ohnehin nie sehr groß war. Der Schweizer Leitzins folgte stets eng dem Leitzins des Eurogebietes, wohl aus den oben genannten Gründen. Das stilisierte Faktum, dass der Schweizer Leitzins dabei immer etwas unter dem Leitzins des Eurogebietes lag, kann mit Aufwertungserwartungen auf den Franken erklärt werden. Die mit Arbitrage auf den internationalen Kapitalmärkten begründete offene Zinsparität impliziert, bei persistenten Aufwertungserwartungen des Franken einen niedrigeren Zins in der Schweiz als im Eurogebiet. Da zwar die Zinsdifferenz

stabil war, die Aufwertung aber nicht immer entsprechend der Zinsparität beobachtet wurde, wurde der niedrigere Zins in der Schweiz bisher als wachstumsfördernder Zinsbonus interpretiert (vgl. Kirchgässner 2003).

(5) In dem gegenwärtigen Umfeld einer globalen Liquiditätsschwemme und wandernder Spekulationsblasen (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008) ist insbesondere in kleineren Volkswirtschaften ein Leitzins nahe null aber eher Fluch als Segen. Denn je kleiner die nationalen Kapital- und Gütermärkte, desto geringer ist deren Absorptionsfähigkeit für Kapitalzuflüsse. Die resultierende Kreditexpansion schafft den Nährboden für Inflation und Vermögenspreisblasen. Zwar kann die Inflation durch eine Aufwertung der Inlandswährung eingedämmt werden. Doch ziehen Signale der Zentralbank, dass eine Aufwertung erwünscht ist, spekulative Kapitalzuflüsse nach sich, die auf der Suche nach lukrativen Anlagemöglichkeiten die Wahrscheinlichkeit von Vermögenspreisblasen steigen lassen.

Welchen Teufelskreis die Schweizerische Nationalbank durch die glaubhafte Bindung des Franken an den Euro möglicherweise durchbrochen hat, zeigt das Beispiel Japans, das nach dem Plaza-Abkommen – ähnlich wie die Schweiz bis vor kurzem – mit sehr starkem Aufwertungsdruck konfrontiert war. Im September 1985 hatten die G-5-Staaten im New Yorker Plaza Hotel den politischen Willen zu einer starken Aufwertung des Yen signalisiert, um das amerikanisch-japanische Leistungsbilanzungleichgewicht zu korrigieren. Die Folge waren persistente Yen-Aufwertungserwartungen, die durch Spekulation auf die Yenaufwertung erfüllt wurden. Der japanische Yen wertete zwischen Februar 1985 und Januar 1988 weit über den angestrebten Zielwert um fast 50% auf, was – wie bis vor kurzem in der Schweiz – den Export als Pfeiler des japanischen Wachstums bremste. Japan wurde in eine durch den hohen Yen getriebene Rezession gestürzt – wie sie auch in der Schweiz befürchtet wurde.

Die japanischen Behörden reagierten ähnlich wie die Schweiz vor der Ankündigung des Wechselkursziels. Zunächst kam es – wie in der Schweiz 2009 und 2010 – zu massiven Dollarkäufen – in der Schweiz Eurokäufe. Als diese keine Wirkung zeigten, folgten deutliche und nachhaltige Zinssenkungen, um die spekulativen Kapitalzuflüsse einzudämmen. In der Schweiz sank das Zinsniveau gegen null und verblieb dort, auch nachdem die Europäische Zentralbank das Zinsniveau wieder erhöhte. Die expansive Geldpolitik wurde in Japan von expansiven Fiskalprogrammen flankiert, um den negativen Konjunkturreffekt der Yen-Aufwertung abzufedern. Auch in der Schweiz dachte die Regierung über Förderprogramme für die leidende Industrie nach.

Die Folgen der geld- und finanzpolitischen Reaktion Japans auf die starke Yen-Aufwertung könnten für die Schweiz eine Lehre sein. Zunächst folgte der aufwertungsbedingten

Niedrigzinspolitik ein spekulativer Boom – die japanische Bubble Economy – in deren Verlauf die japanischen Aktien- und Immobilienpreise auf ungeahnte Höchststände getrieben wurden (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008). Nach dem Platzen der Blase im Dezember 1989 kam die nicht endende Flaute: zwei verlorene Dekaden der Deflation und Rezession.

Dass der japanische Tanker in die geldpolitische Manövrierunfähigkeit in Form der seit 1999 fortdauernden Nullzinsfalle geriet, kann mit drei Faktoren erklärt werden (vgl. Goyal und McKinnon 2001). Erstens, die Aufwertungserwartungen auf den Yen bestanden fort, da Japan seit Beginn der 1980er Jahre Leistungsbilanzüberschüsse generierte, die das japanische Nettoauslandsvermögen stetig steigen ließen. Je höher das Nettoauslandsvermögen, desto stärker sind die Aufwertungserwartungen. Durch jede Aufwertung erleiden die japanischen Auslandsanleger – Staat, Banken, Lebensversicherungen, Unternehmen und private Haushalte – wie die Schweizerische Nationalbank Buchverluste, vor denen sich die privaten Akteure durch rechtzeitige Repatriierung des Auslandsvermögens zu schützen suchen. Dies hat immer wieder zu »Runs« in den japanischen Yen und starken Aufwertungsphasen geführt. Die japanische Regierung wollte aber starke Aufwertungen nicht zulassen, da die Exporte nach dem Platzen der Blase die zentrale Wachstumsstütze waren.

Zweitens, dadurch dass Japan den Wechselkurs weiter frei schwanken ließ, blieben die Aufwertungserwartungen kontinuierlich bestehen, und die privaten japanischen Anleger empfanden ein höheres Wechselkursrisiko bei Auslandsanlagen. Die Bank of Japan musste die Leitzinsen immer weiter absenken, um ausreichend Anreize für das Halten von Auslandsanlagen zu geben. Damit wurde, drittens, bei einem graduell absinkenden Zinsniveau in den USA der japanische Leitzins gegen die Nullgrenze gedrückt, wo es seit 1999 verblieben ist. Im Gegensatz zu der zweiten Hälfte der 1980er Jahre wurde durch das Nullzinsniveau in Japan aufgrund negativer Erwartungen keine Vermögenspreisblase mehr im Inland induziert. Stattdessen nährten die von Japan ausgehenden Carry Trades Blasen in anderen Teilen der Welt (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008).

Die Erfahrungen Japans hinsichtlich der Nullzinsfalle sind für die Schweiz relevant, weil sie in einigen wichtigen Punkten ähnliche Strukturmerkmale wie Japan aufweist. Es bestehen wie in Japan hohe strukturelle Leistungsbilanzüberschüsse, Nettokapitalexporte und damit ein hohes Nettoauslandsvermögen, das ein inhärentes Aufwertungspotenzial darstellt. Dieses wird durch die Stellung der Schweiz als sicherer Hafen für internationales Kapital verstärkt. Ebenso wie Japan ließ die Schweiz bis vor kurzem den Wechselkurs des Franken frei schwanken, was z.B. für Schweizer Banken das Risiko von Auslandsanlagen in Fremdwäh-

rung erhöhte und sich selbst verstärkende Aufwertungserwartungen möglich machte. Zudem sank mit der jüngsten Krise im Eurogebiet der Leitzins des Eurogebiets drastisch, was den Schweizer Leitzins gegen die Nullzinsgrenze drückte. Die Souveränität in der geldpolitischen Entscheidungsfindung war aus dieser Sicht spätestens seit dem Jahr 2008 ohnehin verloren.

Mit der jüngsten Entscheidung gewinnt die Schweiz aus diesem Blickwinkel geldpolitischen Handlungsspielraum zurück, da sie sich von dem Fluch spekulativer Kapitalzuflüsse teilweise befreien kann. Unsicherheit wird eliminiert, der Freiraum für destabilisierende Spekulation eingegrenzt und die Wogen volatiler Kapitalmärkte geglättet. Die geldpolitische Expansion fällt geringer aus, da bei Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels der Zins von nahe null auf das etwas höhere Leitzinsniveau im Eurogebiet steigen kann. Die von den Kapitalmärkten erzwungene geldpolitische Expansion wird reduziert und das Risiko von Vermögenspreisblasen, die früher oder später in die Krise führen, abgemildert.

Die Wechselkursbindung bleibt aber im derzeitigen Umfeld der globalen Liquiditätsschwemme und instabiler europäischer Staatshaushalte und Banken nur eine unbefriedigende Lösung. Denn die Europäische Zentralbank hat jüngst zur Rettung taumelnder Banken weitere liquiditätsausweitende Maßnahmen beschlossen. Trotz steigendem Inflationsdruck werden unter dem neuen Zentralbankpräsidenten Draghi und ohne das stabilitätsorientierte Direktoriumsmitglied Stark Zinssenkungen erwartet, die die Schleusen für Kapitalzuflüsse in die Schweiz weiter öffnen werden. Bei festem Wechselkurs und steigender Inflation werden die immensen Euroreserven in der Schweizerischen Zentralbankbilanz langfristig real entwertet. Damit wird die Sozialisierung der Kosten der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrisen auf die Schweiz ausgeweitet.

Spannend bleiben die Folgen der Schweizer Entscheidung für die verbleibenden freien Wechselkursregime in Europa, etwa in Schweden, Norwegen, der Tschechischen Republik oder Polen. Zwar ist die Schweiz ein kleines Land. Doch fällt diese als Spekulationsziel aus, dann wird sich mehr Kapital anderen Ländern zuwenden, die weiterhin Aufwertungen erlauben. Da ein ähnliches Dilemma wie in der Schweiz entstehen dürfte, könnte auch für diese Staaten die Wechselkursbindung zum letzten Rettungsanker in den Fluten der Euro-Liquiditätsschwemme werden.

Das Ergebnis ist paradox: Je mehr die EZB die Zinsen senkt und mehr kostengünstiges Kapital sie zur Rettung von Banken zur Verfügung stellt, desto mehr Euroreserven werden in den Bilanzen von europäischen Zentralbanken akkumuliert, die nicht am Projekt Euro teilnehmen. Desto geringer wird auch die Anzahl der »Restfloater«, die nicht direkt der Geldpolitik der EZB folgen. Den Deutschen könnte diese

Entwicklung willkommen sein. Denn mehr zahlungskräftige Staaten werden sich – unfreiwillig – an den Kosten der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrise beteiligen.

Literatur

Goyal, R. und R. McKinnon (2001), »Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and the Fall in Bank Lending«, *The World Economy* 26(3), 339–363.

Hoffmann, A. und G. Schnabl (2008), »Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View«, *The World Economy* 31(9), 1226–1252.

Kirchgässner, G. (2003), »Die Wiederkehr des Zinsbonus – Neue empirische Ergebnisse zum Einfluss der europäischen und der amerikanischen auf die schweizerischen Euromarktzinsen«, *Außenwirtschaft* 59, 249–274.



David Iselin*



Michael J. Lamla**

Genug ist genug

Am 6. September 2011 hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Ankündigung, eine Untergrenze für den Franken/Eurokurs festzulegen, ein mittleres Finanzmarktbeben ausgelöst. Der Franken verlor binnen weniger Minuten 8,2%, und sein Kurs übersprang gegenüber dem Euro die anvisierte Untergrenze von 1,20 Fr. Diese Aktion der Zentralbank der Schweizerischen Eidgenossenschaft war die Antwort auf einen historisch einmaligen Aufwertungsschub der nationalen Währung.

Wie die SNB offiziell mitteilte, verfolgte sie damit das Ziel, die Deflationsgefahr für die Schweizer Volkswirtschaft abzuwenden und den leidgeprüften Exporteuren, den Hauptbetroffenen des starken Franken, unter die Arme zu greifen. Sofort wurden Kritiken laut, welche dies als gefährlichen Interventionismus bezeichneten. Sofern die SNB die Untergrenze tatsächlich verteidigen kann, was angesichts quasi unlimitierter Mittel und der als sicher geltenden Überbewertung der Schweizer Währung erwartet werden darf, birgt dieses Eingreifen kaum Gefahren. Ein Blick auf die »Frankensaga« der vergangenen Jahre zeigt, weshalb die Kritiker falsch liegen.

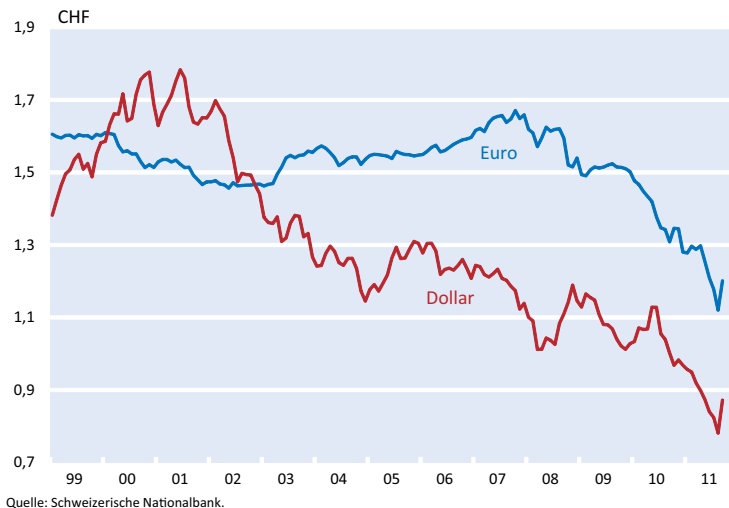
Die Frankensaga

Die Aufwertung der Schweizer Währung ist keine neue Entwicklung. Seit Jahren – wenn man den Ecu (den Vorläufer des Euro) berücksichtigt, seit Jahrzehnten – befindet sich der Franken gegenüber dem Euro im Steigflug. Seit Jahren sind die Schweizer Unternehmen gezwungen, sich dieser Entwicklung anzupassen (vgl. Iselin 2011; Lamla und Lassmann 2011). Die Wirtschaftsentwicklung der frühen 1990er Jahre zeigt das beispielhaft. Nach dem Platzen einer Im-

* David Iselin ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

** Dr. Michael J. Lamla ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

Abb. 1
Wechselkurse
Monatswerte



mobilenblase durchlebte die Schweiz damals eine längere Periode schwachen Wachstums, welche als verlorenes Jahrzehnt in die Geschichte eingegangen ist. Die starke Aufwertung Anfang der 1990er Jahre bezahlte die Schweiz mit sehr schwachen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts von um die 0,2% (1991–1996).

Doch das Siechtum hatte auch sein Gutes: Die Unternehmen mussten sich radikal anpassen. Sie rationalisierten ihre Produktion, verlagerten teure Produktionsstätten ins Ausland und wandelten sich zunehmend zu Dienstleistungsunternehmen. Kurz: sie trimmten sich fit. Zwischen 1996–2006 lief die Entwicklung des Wechselkurses mehr oder weniger seitwärts. Zwischendurch kam es gar zu kürzeren Abwertungsphasen; etwa Ende 2001 bis Anfang 2003, als die Schweizer Unternehmen von einem zwischenzeitlichen sinkenden Frankenkurs profitierten. 2005 und 2006 hat der tiefere Kurs zum Export- und Wirtschaftsboom beigetragen, bis die Finanzkrise dem wirtschaftlichen Höhenflug ein jähes Ende setzte.

SNB greift in vermeintliches »Naturgesetz« ein

Am Bild des langfristigen Aufwertungstrends konnten aber auch zwischenzeitliche Kursabfälle nichts grundlegend verändern. Welcher Logik folgt also die SNB, indem sie unvermittelt in eine quasi natürliche Entwicklung in Richtung Franken-Euro-Parität – und darüber hinaus – mit der Brechstange eingreift?

Die Antwort findet sich in der Entwicklung der letzten vier Jahre. Die Wechselkursentwicklung in den 1990er und der ersten Hälfte der 2000er Jahre war noch von relativ geringen Schwankungen geprägt. Die Unternehmen konnten sich

den vom Wechselkurs vorgegebenen Realitäten anpassen. Mitte 2007 setzte aber eine Entwicklung ein, die alle vorherigen Bewegungen in den Schatten stellte. Zwar sah es noch lange – überraschend lange – so aus, als könnten die hoch spezialisierten Branchen, insbesondere die wechselkursresistente chemische und pharmazeutische Industrie, auch diese Entwicklung absorbieren (vgl. Lamla und Lassmann 2011). Auch die starke Nachfrage aus dem Ausland, insbesondere aus Deutschland und Asien, half die Wechselkurseffekte abzufedern.

Von Oktober 2007 bis Ende August 2011 wertete der Franken von 1,67 Fr. pro Euro (Monatsmittel, gemäß SNB) um knapp 33% auf 1,12 auf. Hinzu kam eine parallele Frankenhausse nicht nur im Vergleich zum Euro, auch im Vergleich zum Dollar oder – noch

weiter gefasst – im Vergleich zu einem Währungskorb von 24 maßgeblichen Ländern, mit denen die Schweiz Handel treibt. Doch entscheidend für den Eingriff der SNB war letztlich die Phase ab Mai 2011.

Obwohl von Genf bis St. Gallen schon länger über die Möglichkeit eines als beinahe tollkühnen zu bezeichnenden – und verschiedentlich als aggressiv gescholtenen – Eingriffs der SNB spekuliert wurde und auch die KOF einen solchen als notwendig bezeichnet hatte (vgl. Hartwig et al. 2011), kam die Ankündigung am Morgen des 6. Septembers für alle Beobachter überraschend. Die Überraschung lag aber wohl eher am Zeitpunkt als am Schritt selber. Das Festzurren des Kurses war die logische Folge der in den Vorwochen erfolgten Schritte der SNB, um den Kurs der helvetischen Währung zu drücken.

Das Protokoll einer Eskalation

Anfang August 2011 leitete die SNB – erstmals seit den Wechselkursinterventionen von März 2009 bis Juni 2010 wieder – Maßnahmen gegen den starken Franken ein. Das Drehbuch bis zum 6. September liest sich – im Nachhinein – dann wie der perfekt orchestrierte Spannungsaufbau Richtung Klimax Untergrenze. Start war der 3. August 2011. Die SNB weitete die Girokonten der Geschäftsbanken mittels SNB-Bills und Reverse Repos um 50 Mrd. Fr. auf 80 Mrd. Fr. aus. Genau eine Woche später wurde auf 120 Mrd. Fr. erhöht. Schließlich setzte sie nochmals eine Woche später einen drauf: Grenze bei 200 Mrd. Fr.

Mittlerweile stehen die Giroguthaben der Banken bei der SNB bei über 200 Mrd. Fr. Sie haben somit in sehr kurzer Zeit die Zielmarke der SNB von 200 Mrd. Fr. erreicht. Zum

Vergleich: Anfang August 2011 beliefen sich die Guthaben noch auf ca. 30 Mrd. Fr. Die Ausweitung der Guthaben auf den Girokonten der Geschäftsbanken bei der SNB erhöhte die Bilanzsumme der SNB nicht. Sie führt lediglich zu einer Umschichtungen der Positionen auf der Passivseite der SNB.

Als zweite Maßnahme senkte die SNB die Zinsen, genauer das Drei-Monats-Libor-Zielband. Anstelle eines Zielbandes von 0% bis 0,75% mit einem Ziel für den Drei-Monats-Libor von 0,25% wurde ein Zielband von 0% bis 0,25% definiert – wobei ein Libor-Zins sehr nah an 0% anvisiert wird. Ziel der SNB ist es, die Attraktivität der Anlagen in Schweizerfranken weiter zu senken. Zudem vergrößert sie dadurch gleichzeitig die Zinsspanne (Spread) zwischen Anlagen in der Schweiz und im Euroraum. Dieser Spread gilt als einer der Determinanten für die Bewegung des Wechselkurses. Je größer der Spread ist, desto attraktiver sind Anlagen im Euroraum. Den kurzfristigen Zins kann die SNB sehr gut steuern. Entsprechend fiel dieser auch innerhalb weniger Tage auf einen Wert von 0,005% (Stand: 6. September 2011). Da der Zins schon vorher nah an 0% lag, ist kaum davon auszugehen, dass die Wirkung auf den Frankenkurs sehr groß sein wird.

Darüber hinaus setzt die SNB wieder Devisenswaps als Instrument zur Liquiditätssteuerung ein. Diese Swaps wurden das letzte Mal im Herbst 2008 genutzt. Sie dienen dazu, Frankenliquidität zu schaffen. Auch damit lässt sich die Geldmenge zusätzlich erhöhen. Devisenswaps haben eine feste Laufzeit und gehen nach Ablauf der Laufzeit wieder automatisch an den Verkäufer zurück. Die SNB hat nicht spezifiziert, unter welchen Konditionen Devisenswaps getätigt werden. Allerdings ist aus dem letzten Special Data Dissemination Report des Internationalen Währungsfonds ersichtlich, dass die Devisenreserven der SNB von Juli bis August 2011 auf über 70 Mrd. Fr. gestiegen sind. Die SNB scheint daher im August in hohem Masse Devisen gekauft zu haben.

Zwar erscheinen all diese praktisch wöchentlich erfolgten Schritte angesichts der Wechselkursuntergrenze im Nachhinein als Fußnoten, aber sie waren ganz klar massiv, sowohl bezüglich Frequenz als auch Volumen. Die Effekte auf den Wechselkurs verpufften aber binnen weniger Stunden und Tagen wieder, so dass sich die SNB zur Variante Wechselkursuntergrenze bekennen musste.

Kann die SNB die 1,20 halten?

Bleibt zu fragen: Kann die SNB die Untergrenze von 1,20 halten und wie viel Geld muss sie »in die Hand nehmen« bzw. hat sie schon genommen, um den Wechselkurs zu stabilisieren?

Was den Erfolg von Interventionen angeht, sind die Meinungen geteilt. In der Vergangenheit haben oftmals gemeinhin als unglaublich geltende Zentralbanken versucht, die Abwertung ihrer jeweiligen Landeswährung zu verteidigen. Diese sind oft gescheitert. Die Wirkung der Interventionen waren marginal und die Devisenreserven schnell aufgebraucht. Die SNB gilt dagegen als eine der glaubwürdigsten Zentralbanken weltweit. Wenn sie eine Aufwertung verhindern will, stehen ihr unlimitierte Ressourcen zur Verfügung, da sie jegliche Frankennachfrage bedienen kann.

Die bisherige Forschung in diesem Bereich hat darüber hinaus gezeigt, dass bei glaubwürdigen Zentralbanken oft bloße Ankündigungen genügen, um Bewegungen des Wechselkurses in die gewünschte Richtung auszulösen. Eine Zentralbank muss nicht zwangsläufig am Devisenmarkt intervenieren. Im Falle der Europäischen Zentralbank (EZB) ist dieses Phänomen hinlänglich bekannt: Ihre Aussagen haben einen signifikanten Einfluss auf den Wechselkurs (vgl. Conrad und Lamla 2010).

Angesichts der Glaubwürdigkeit der SNB und ihrer kundengetanen Bereitschaft, die Untergrenze zu verteidigen, ist davon auszugehen, dass das Währungspaar Euro/Franken vorerst von Spekulanten gemieden wird. Bleiben jene Finanzmarktakteure, die nach wie vor den sicheren Hafen Schweizer Franken ansteuern und in eine stabile Währung investieren möchten. Der Sprung des Frankenkurses binnen weniger Minuten spiegelt die Glaubwürdigkeit dieser Maßnahme wider.

Insgesamt erscheint es also unwahrscheinlich, dass die SNB ihre Devisenreserven im September im Vergleich zu den Interventionen im August 2011 nochmals stark ausgeweitet hat. Auf die SNB angewandt: Sie musste bisher relativ bescheiden intervenieren: 29 Mrd. Fr. hat die SNB eingesetzt. Angesichts der Aufwertung der Gesamtbestände muss es also sogar noch viel weniger sein. Die UBS schätzt sogar lediglich 7 Mrd. Fr.

Die Einführung der Wechselkursuntergrenze ist derzeit als Erfolg zu werten. Unklar bleibt die Wirkung der Geldmengenausweitung. Eine Ausweitung unterstützt in der Regel die Stabilisierung des Wechselkurses. Bleibt das Geld auf den Nationalbankkonten liegen, hat dies weder einen Einfluss auf den Wechselkurs, die Inflation noch auf die Asset-Preise in der Schweiz. Interessant wird es, wenn das Geld in irgendeiner Form aktiviert wird. Da in erster Linie die inländische Geldmenge erhöht wird, muss die SNB neben dem Wechselkurs auch die Entwicklung in anderen Anlageklassen, wie etwa den Immobilien, wachsam begleiten. Dort scheint die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Beschleunigung der Preisentwicklung am größten.

Das Risiko des Engagements der SNB ist derzeit als gering zu bezeichnen. Angesichts der erwarteten tiefen Inflationsraten im nächsten Jahr hat die SNB genügend Spielraum, sich vorderhand der Stabilisierung des Wechselkurses zu widmen. Sollten die Inflationsraten allerdings irgendwann wieder steigen, würden wohl auch die Zweifel an einer erfolgreichen Verteidigung einer Untergrenze zunehmen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit für Attacken erhöhen könnte.

Bilanziert wird später

Die SNB hat sich am 6. September weit auf die Äste herausgelassen. Rasch kam der Vorwurf, sie würde »beggar-thy-neighbour«-Politik betreiben. Diese Kritik ist auf den ersten Blick nachvollziehbar, da jede einseitige Intervention in einem Land, die zu einer Verbesserung der Situation der Exporteure führt, die Exporteure in den Nachbarländern schlechter stellt. Für die Schweiz gilt diese Kritik aber nur bedingt. Als kleine und offene Volkswirtschaft ist sie von Schwankungen ihrer »Weltwährung« viel stärker betroffen als größere Länder.

Die Dynamik der Aufwertung der Schweizer Franken ist historisch einmalig und ließ den Exporteuren wenig Gelegenheit, sich darauf einzustellen. Die Intervention richtet sich auch klar an ein heimisches Publikum. Die SNB muss nämlich gemäß Art. 99 der schweizerischen Verfassung »... eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient...« führen. Das hat sie am 6. September getan. Vergessen wird oftmals auch, dass die SNB mit ihren Euro-Ankäufen Staatsanleihen kauft und damit auch die Rendite und somit die Refinanzierungskosten stabiler Eurostaaten senkt. Dies ist sicherlich ein Effekt, der angesichts der Turbulenzen in der Eurozone mit großem Wohlwollen aufgenommen wird.

Kritik wurde auch am Zeitpunkt des Eingriffs laut. Die SNB hätte auf das Verdikt des deutschen Bundesverfassungsgerichts zum Euro-Rettungsschirm am 7. September warten müssen. Und da das Schicksal des Franken nicht nur am Euro hängt, hätte sie ebenso auf den »bipartisan« Kompromiss in den USA im November warten müssen. Die Kritik am Timing lässt aber außer Acht, dass die SNB stark auf den Überraschungseffekt – wer war nicht überrascht? – setzte.

Die SNB wird ihren Kurs aufgeben, sobald sich der überbewertete – davon gehen, wie bereits erwähnt, praktisch alle Beobachter aus, ob man nun Kaufkraftparitäten, Taylor-Regel, Big Mac Index oder sonstige Konzepte betrachtet – Franken auf einem höheren Niveau stabilisiert. Ist der Zeitpunkt gekommen, kann die SNB den Franken – wie sich das

für eine flexible Währung gehört – wieder vollständig, also auch nach unten, »floaten« lassen.

Die SNB ist mit ihrem Eingriff eine doppelte Wette eingegangen: Die Wette auf das Überleben der europäischen Währung und auf eine Beruhigung der Weltmärkte. Wiederholte sich bei einem Bankrott Griechenlands ein Einbruch wie nach der Lehman-Brothers-Pleite würde der Schweizer Franken wohl in nie geahntem Ausmaß nachgefragt. Was die SNB dann tun müsste, bleibt hoffentlich ungetestet.

Literatur

- Abrahamsen, Y. und B. Simmons-Süer (2011), *Die Wechselkursabhängigkeit der Schweizer Wirtschaft*, KOF Studien, 24, KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Zürich, April.
- Conrad, Chr. und M.J. Lamla (2010), »The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements«, *Journal of Money, Credit and Banking* 42(7) 1391–1417.
- Hartwig, J., D. Iselin, M.J. Lamla, A. Lassmann und J.-E. Sturm (2011), »Der starke Franken: Was getan werden kann«, *Ökonomenstimme*, 10. August 2011, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/08/der-starke-franken-was-getan-werden-kann/>.
- Iselin, D. (2011), »Die Frankensaga«, *Ökonomenstimme*, 25. Juli 2011, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/07/die-frankensaga/>.
- KOF (2011), »Schweizer Warenhandel wird geografisch diversifizierter«, *KOF Bulletin* Nr. 43, Juli/August, KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Zürich.
- Lamla, M.J. und A. Lassmann (2011), »Der Einfluss der Wechselkursentwicklung auf die schweizerischen Warenexporte: eine disaggregierte Analyse«, *KOF Analysen*, Sommer, 31–49.



Rudolf Minsch*

Mindestkursziel der SNB als Ultima Ratio in stürmischen Zeiten

Die amerikanische Notenbank, das FED, hat den Takt vorgegeben: Mit einer noch nie dagewesenen ultra-expansiven Geldpolitik hat sie seit Ausbruch der Finanzkrise die Märkte mit Liquidität geflutet. Andere Zentralbanken aus den Industrieländern folgten diesem Beispiel und betreiben seit mittlerweile drei Jahren eine Politik des billigen Geldes. Ursprünglich wurden die Liquiditätsspritzen für die Stabilisierung des Bankensystems als notwendig erachtet. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers trauten sich die Banken nicht mehr über den Weg und liehen sich gegenseitig kein Geld mehr aus. Die Zentralbanken traten als Lender of Last Resort auf und versorgten die Banken mit der notwendigen Liquidität. Das in Krisenzeiten notwendige Vorgehen wurde allerdings zu einem Dauerzustand. Obwohl mittlerweile mehr als drei Jahre ins Land gezogen sind, funktioniert der Interbankenmarkt immer noch nicht zufriedenstellend. Die Zentralbanken beschränken sich aber nicht mehr nur auf die klassische Rolle als Lender of Last Resort, sondern verfolgen zusätzliche Ziele. Das FED versucht mit der Politik der quantitativen Lockerung seit geraumer Zeit strukturelle Probleme der US-Wirtschaft zu bekämpfen. Die Geldpolitik soll richten, was Staat und Wirtschaft in den letzten Jahren verpasst haben. Die ultra-expansive Geldpolitik lässt das Inflationspotenzial ansteigen und schwächt den Außenwert des Dollar beträchtlich.

Auch die EZB erweiterte den für sie vorgesehenen Auftrag: Mit dem Kauf von Staatsanleihen von hoch verschuldeten Mitgliedsländern der Eurozone gab sie dem politischen Druck nach, was die Unabhängigkeit der Notenbank stark gefährdet. Die Verschuldungsproblematik in Europa wird damit aber nicht gelöst, sondern bestenfalls aufgeschoben. Im Falle der wohl notwendig werdenden Umschuldung Griechen-

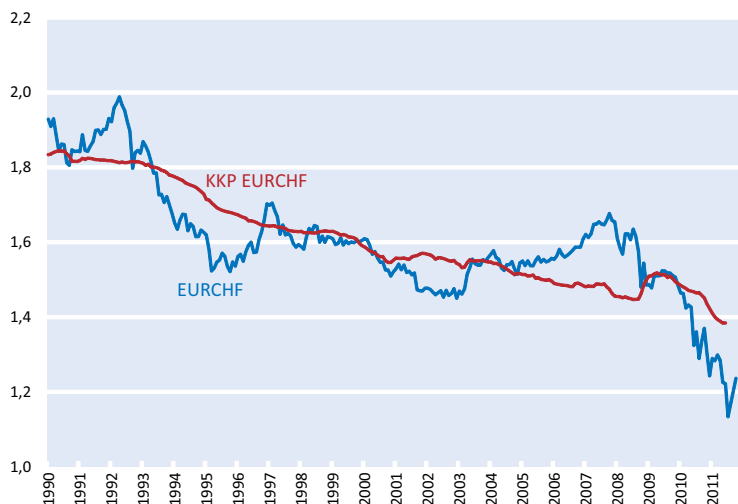
lands muss die EZB beträchtliche Abschreibungen schultern. Sollte die EZB noch ganz in den Verschuldungsstrudel hineingezogen werden, weil sie weitere Anleihen kaufen sollte, um die Wirkung des Stabilisierungsfonds EFSF zu »hebeln«, würden die zentralen Pfeiler einer funktionsfähigen Währungszone eingerissen. Nach dem Missachten der Maastricht-Verträge und der »No-Bailout«-Klausel würde auch die Unabhängigkeit der EZB aufgegeben mit möglicherweise fatalen Folgen für die Preisstabilität in der Eurozone. Beide großen Währungsräume versuchen also derzeit, mit geldpolitischen Maßnahmen strukturelle Probleme in den Griff zu kriegen, die aber nur mit konsequentem Handeln der Politik angegangen werden können: Die Reduktion der ausufernden Staatsausgaben und die Stabilisierung des Bankensystems. Obwohl Geld fast gratis zur Verfügung steht, lähmt die Unsicherheit die wirtschaftliche Dynamik und treibt die Anleger in sichere Werte.

Für die Schweiz hat diese Politik schwerwiegende Konsequenzen. Schon seit Jahrzehnten erstarkt der Schweizer Franken traditionellerweise in Krisenzeiten. Anleger flüchten in die Stabilität des Schweizer Frankens, der als sicherer Hafen angesehen wird. Der Schweizer Franken hat denn auch eine bemerkenswerte Entwicklung hinter sich: Der Franken existiert seit 1850 ohne wesentliche Währungsreform, die Inflationsraten sind seit dem ersten Weltkrieg vergleichsweise moderat, und die Währung ist seit 1973 voll konvertibel. Aufgrund der strukturellen Probleme in Europa und den USA und aufgrund der ultra-expansiven Geldpolitik der Notenbanken hat die Flucht in den Franken aber in den Sommerwochen 2011 zu bis dahin undenkbar Konsequenzen geführt. Der Franken hat sich so stark aufgewertet, dass er beinahe die Parität zum Euro erreichte. Innert eineinhalb Jahren hatte sich zu diesem Zeitpunkt der Außenwert des Frankens um ein Drittel aufgewertet. In den folgenden Tagen entfernte sich der Franken zwar wieder etwas von diesem Tiefstwert, doch er blieb massiv überbewertet, so dass sein Wert in keiner Weise mehr die fundamentalen Fakten widerspiegelt.

Abbildung 1 zeigt die historische Dimension der Frankenstärke gegenüber dem Euro. Seit der Einführung des Euro schwankt der Franken innerhalb einer Bandbreite von maximal plus-minus 15% um den Kaufkraftparitätskurs. In den Jahren vor der Finanzmarktkrise wertete sich der Franken gegenüber dem Euro etwas ab und war im Vergleich zur Kaufkraft zwischen 2005 bis 2008 klar unterbewertet. Die Abwertung des Franken in den Vorkrisenjahren war teilweise auf Carry-trade-Geschäfte zurückzuführen. Anleger verschuldeten sich in Franken und investierten das Geld in etwas höher verzinsten Anlagen im Ausland. Viele Osteuropäer (vor allem aus Ungarn und Polen) haben in diesen Jahren aufgrund der tieferen Zinsen Fremdwährungskredite in Franken aufgenommen und negierten das Wechselkursrisiko. Dies sollte sich später rächen. Mit dem Ausbruch

* Prof. Dr. Rudolf Minsch ist Chefökonom und Mitglied der Geschäftsleitung von economiesuisse, dem Dachverband der Schweizer Unternehmen.

Abb. 1
Nomineller Wechselkurs EURCHF und Kaufkraftparität



Quelle: UBS.

der Finanzmarktkrise kam es zu einer Trendwende, und der Franken legte kontinuierlich an Wert zu. Während die Frankenstärke bis ins Jahr 2010 aufgrund der relativ guten Fundamentaldaten der Schweizer Wirtschaft und der vergleichsweise tiefen Staatsverschuldung erklärbar war, nahm die Aufwertung im Sommer 2011 groteske Züge an, und die Differenz zur Kaufkraftparität stieg auf 30 bis 40% an. Parallel zur Frankenaufwertung verteuerte sich der Fremdwährungskredit für Hausbesitzer in Ungarn oder Polen massiv. Kaufte beispielsweise eine Person für 350 000 Euro eine Immobilie und nahm zum ungünstigsten Zeitpunkt im Oktober 2007 zu einem Kurs von 1,67 einen Fremdwährungskredit in Franken im Umfang von 300 000 Euro auf, schnellte ihre Verschuldung im Sommer 2011 auf etwa eine halbe Million Euro in die Höhe. Die Frankenstärke hat also offensichtlich auch extra-territoriale Auswirkungen. Aus der Sicht der Schweiz war die Währungsentwicklung im Jahr 2011 auch deswegen gravierend, weil der Franken nicht nur gegenüber dem Euro, sondern gegenüber allen Währungen der wichtigen Handelspartner deutlich zulegte. Abbildung 2 zeigt die außergewöhnliche Entwicklung in den letzten zwölf Monaten vor der Intervention der SNB. Innerhalb eines Jahres wertete sich der Franken (nominell) zwischen 17% (Euro) und 25% (US-Dollar) auf.

Der »sichere Hafen« Schweiz zog Kapital verunsicherter Anleger an. Hedge Fonds und Spekulanten verstärkten den Trend. Auch ist in den Sommerwochen tendenziell ein dünneres Handelsvolumen zu beobachten. Der Franken wurde gleich gesetzt mit Gold, ein klassisches Wertaufbewahrungsmittel in stürmischen Zeiten, und unter

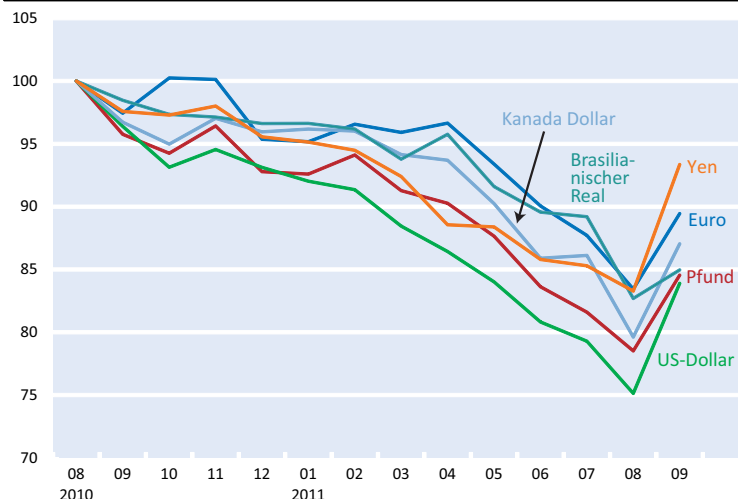
Händlern machte das Sprichwort die Runde, dass die Parität nur noch eine Frage der Zeit sei. An den Finanzmärkten schien der Wert des Frankens kein Limit zu kennen, und Ende Juli 2011 kam es zu einer regelrechten Frankenrally.

Hier zeigt sich ein fundamentaler Unterschied zu Gold. Der Franken ist nicht nur ein Wertaufbewahrungsmittel, sondern ist auch Zahlungsmittel in einer Volkswirtschaft mit knapp 8 Mill. Einwohnern. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer derart überbewerteten Währung sind für verschiedene Branchen gravierend. Der überschießende Franken gefährdet Unternehmen in ihrer Existenz, die bis vor kurzem noch international wettbewerbsfähig waren. Der Dachverband der Schweizer Wirtschaft economiesuisse hat zwischen dem 11. und 17. August 2011 ei-

ne Kurzumfrage durchgeführt, um die Folgen dieses Währungsschocks grob abzuschätzen. Blicke der Kurs auch 2012 zwischen Parität und 1,20, wären rund ein Fünftel der Betriebe in den klassischen Exportbranchen in ihrer Existenz bedroht, ein weiteres Fünftel stände vor »großen Herausforderungen«. Die Unternehmen reagieren auf die Frankenstärke, indem sie die Kosten senken, die Produktivität steigern, Wertschöpfungsteile ins Ausland verlagern, Arbeitszeiten verlängern oder Löhne senken. In den klassischen Exportbranchen müsste kurzfristig mit einem Abbau von 5% der Arbeitsplätze gerechnet werden.

Die Schweizerische Nationalbank versuchte im August 2011, mit einer schrittweisen Ausdehnung der Schweizer Franken Liquidität bis auf 200 Mrd. eine Trendumkehr zu bewir-

Abb. 2
Devisenkursentwicklung
Nominell, August 2010 = 100



Quelle: SNB.

ken. Auch kommunizierte sie den Märkten deutlich, dass sie dieses Wechselkursverhältnis nicht akzeptieren würde. Die Erwartungsbildung der Märkte veränderten diese Maßnahmen jedoch kaum, so dass der Franken nach einer kurzen Phase der Abschwächung (bis auf 1,18) wieder deutlich erstarkte. Für die Notenbank erwies es sich als schwere Hypothek, dass sie bereits im Jahr 2010 umfangreiche Devisenmarktinterventionen zur Abschwächung des Franken tätigte – zu einem Zeitpunkt, als der Franken noch kaum überbewertet war – und diese Absicht schließlich fallen lassen musste. Als Folge dieser unglücklichen Devisenmarktinterventionen verfügte sie nicht nur über erhebliche Fremdwährungsreserven, auch ihre Glaubwürdigkeit hatte stark gelitten. Verschiedene Politiker und Ökonomen kritisierten die Notenbankführung in der Öffentlichkeit. Die Weltwoche – eine konservative Schweizer Wochenzeitschrift – richtete ab Ende 2010 während Wochen persönliche Angriffe gegen den Präsidenten der SNB. Die öffentliche Debatte zeigte in aller Deutlichkeit, dass Devisenmarktinterventionen nicht automatisch erfolgreich sind und ein erhebliches Risiko in sich bergen; notabene wenn der Zeitpunkt falsch gewählt oder ein Wunschwechselkurs angestrebt wird. Dies ließ in den Märkten Zweifel aufkommen, ob die SNB wirklich entschlossen gegen die Frankenstärke vorgehen würde.

Parallel mit dem Überschießen des Wechselkurses im Sommer 2011 schlossen sich aber die Reihen in Politik und Wirtschaft. Die Diskussionen machten rasch klar, dass nur die Nationalbank wirklich über das Instrumentarium verfügt, um gegen die Frankenstärke vorzugehen. Viele gut gemeinte Maßnahmen wurden zwar von Seiten der Politik vorgeschlagen, aber bald als nicht praktikabel, als nicht WTO-konform oder als ordnungspolitisch verfehlt verworfen. Ernüchtert musste festgestellt werden, dass die Politik kaum über wirkungsvolle Maßnahmen verfügt. In Politik, Wirtschaft und Wissenschaft etablierte sich eine Konsenssichtweise, dass nur das Setzen einer Wechselkursuntergrenze einen massiven volkswirtschaftlichen Schaden verhindern könne. Während etwa Gewerkschaften und Linke ein Mindestkursziel von 1,40 forderten, waren bürgerliche Politiker und die Wirtschaft realistischer und formulierten keine konkreten Zielwerte. Entscheidend aber war das kollektive Zusammenrücken, dass der SNB der Rücken gestärkt wurde und sie bei allfälligen Interventionen die Unterstützung von Politik und Wirtschaft hinter sich wusste.

Am 6. September 2011 agierte die SNB schließlich und setzte eine Untergrenze für den Franken von 1,20 gegenüber dem Euro fest. Innerhalb von Minuten schnellte der Kurs tatsächlich auf leicht über 1,20 und ist seither über dieser Grenze geblieben. Bei einem Kurs von 1,20 liegt der Franken gegenüber dem Euro immer noch klar unter dem Wert der Kaufkraftparität. Es ist daher keinesfalls so, dass die Schweiz mit dieser Maßnahme ein Währungsdumping betreiben würde, wie einige Kritiker aus dem Ausland behaupteten. Auch

bei 1,20 hat die Schweizer Exportwirtschaft gegenüber den europäischen Konkurrenten einen erheblichen Wettbewerbsnachteil und wird schmerzliche Anpassungen vornehmen müssen. Mit dem Setzen einer Untergrenze hat die SNB auch die Erwartungsbildung der wirtschaftlichen Akteure vereinfacht, die extreme Volatilität des Frankenwechselkurses stark reduziert und den Exportbetrieben eine gewisse Planbarkeit zurückgebracht.

Neben einem vorübergehenden Mindestkursziel sind in einer offenen und international stark vernetzten Volkswirtschaft wie der Schweiz nicht viele Alternativen vorhanden. Erstens könnte die SNB eine komplette Anbindung an den Euro vollziehen. In diesem Fall allerdings kann sie keine eigenständige Geldpolitik mehr betreiben, sondern muss diejenige der EZB übernehmen. Die SNB könnte dementsprechend nicht mehr auf den Konjunkturverlauf der Schweiz Rücksicht nehmen. Die Schweizer Wirtschaft würde auch den Realzinsvorteil verlieren, welcher der Schweiz traditionellerweise tiefere Kapitalkosten als in der Eurozone bringt. Zweitens könnte die Schweiz Kapitalverkehrskontrollen einführen, um den Zustrom von Kapital aus dem Ausland zu begrenzen. Dies wird heute beispielsweise von China praktiziert. Auch Brasilien hat aufgrund der Aufwertung des Reals Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Für eine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz mit ihrem starken Finanzplatz wären die negativen Folgen von Kapitalverkehrskontrollen aber erheblich und praktisch kaum durchsetzbar, findet doch ein großer Teil des Schweizer Frankenhandels auf ausländischen Finanzplätzen statt.

Das Setzen einer Untergrenze für den Wechselkurs ist eine Notmaßnahme in außerordentlichen Zeiten. Die Schweizerische Nationalbank hat viele Jahre nicht mehr von diesem Instrument Gebrauch gemacht. In den 1970er Jahren erstarkte die Schweizer Währung innert kurzer Zeit gegenüber der D-Mark in einem für die Exportwirtschaft nicht zumutbaren Ausmaß. Damals setzte die SNB eine Untergrenze von 80 Rappen für die D-Mark. In der Folge wertete sich der Schweizer Franken auf ein erträgliches Ausmaß ab, und der Wechselkurs war fortan wieder flexibel. Diese Entwicklung könnte auch 2011 funktionieren, ist doch eine Rückkehr zu einem flexiblen Wechselkurs im Interesse der Schweiz.

Schließlich stellt sich die entscheidende Frage, ob die SNB den Mindestwechselkurs auch halten kann. Europäer haben beispielsweise die Situation von 1992 im Europäischen Währungssystem in Erinnerung, als der Markt das Pfund und die Lira zur Abwertung gezwungen hat. Sind solche Spekulationsattacken auch auf den Franken zu erwarten? Die Situation ist aus zwei Gründen nicht vergleichbar. Ein erster wichtiger Unterschied ist die Richtung der allfälligen vom Markt geforderten Anpassung. Der Schweizer Franken ist auch bei einem Kurs von 1,20 zum Euro gemäß

Kaufkraftparität noch deutlich überbewertet. Die empirische Erfahrung zeigt, dass sich Währungen langfristig in Richtung Kaufkraftparität orientieren. Mit anderen Worten ist früher oder später mit einer Abwertung des Frankens zu rechnen. Eine weitere Aufwertung des Frankens wäre langfristig somit nicht nachhaltig und würde den Wert des Frankens weiter von der Kaufkraftparität wegbewegen. Die vom Markt geforderte Wertkorrektur des Pfundes oder der Lira 1992 brachten die Währungen hingegen näher an die Kaufkraftparität heran.

Ein zweiter zentraler Unterschied zur Situation im europäischen Währungssystem 1992 oder zu anderen Währungskrisen (Asienkrise 1997/1998, Argentinien 2002, Mexiko 1995) besteht darin, dass die SNB gegen eine *Auf-* und nicht gegen eine Abwertung kämpft und im Prinzip unlimitiert Schweizer Franken herausgeben bzw. unendlich viele ausländische Assets kaufen kann, um den Kurs zu verteidigen. Zwar erhöht die SNB mit der Liquiditätsausweitung das Inflationspotenzial, sie kann aber theoretisch die ganze Welt kaufen. Demgegenüber kann eine Zentralbank ihre Währung nur so lange vor einer vom Markt erwarteten Abwertung verteidigen, bis ihre Fremdwährungsreserven aufgebraucht sind.

Beide Gründe sprechen dafür, dass die SNB in der Lage ist, die Untergrenze auch in den kommenden Monaten zu verteidigen. In dieser Zeit wird sich herausstellen, ob die Verschuldungsproblematik in Europa entschieden angepackt wird oder die Europäische Union direkt auf eine Transferunion zusteuert. Bei letzterem wäre wohl nicht nur der Schweizer Franken in Gefahr.